

インフレ率はなぜこれほど低いのか。今後どうなるか？

H S B C 投信株式会社
2018年2月14日

<要旨>

- ▶ フィリップス曲線は、失業率とインフレ率の間に逆相関関係があるというマクロ経済学の中核をなす概念である。
- ▶ しかし、最近のデータからは、このフィリップス曲線への疑問が浮上している。ほとんどの先進国経済で失業率が低下しているにも拘わらず賃金の伸びや基調的なインフレ率は低迷している。
- ▶ これは、物価全般を安定させている構造的要因の存在を示唆している。
- ▶ 低インフレの期間が長く続いたため、労働市場がひっ迫してもなお、労働者は現在の低い賃金の伸びを受け入れてしまっているのかもしれない。
- ▶ 労働者の交渉力は、柔軟な労務契約の広がりや自営業の拡大、さらには労組の組織率低下など21世紀に入ってからの労使関係の変化により弱くなっている可能性がある。
- ▶ さらに、1980年代後半以降のグローバル化の流れの中で、財やサービスだけでなく労働に至るまで市場が世界規模になっている。これにより、企業や労働者の価格支配力は同じように低下し、これが物価を抑圧する一因ともなっている。
- ▶ しかしながら、弱いながらもフィリップス曲線が依然として有効であることには留意すべきだろう。現在の世界的な景気循環において、「サイクリ的な」インフレがある程度生じるものと考えられるべきであろう。事実、物価圧力の高まりを示す証拠はすでに存在している。
- ▶ 但し、市場はこのリスクを依然として楽観視している。当社では、先進国国債のリターンは低い状態が続くと見ており、アンダーウェイトを維持すべきとの見通しを維持している。

失業率が低下すればインフレ率は上昇するはずではないのか？

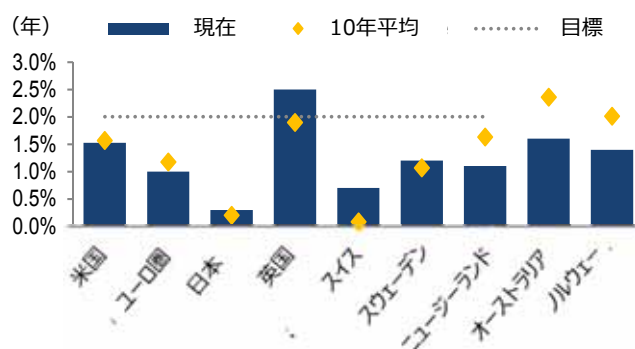
失業率とインフレ率の間には逆相関性ある、というのがマクロ経済学の中心的な考え方である。ここでの考え方は、労働力が不足すれば企業は賃金を引き上げることで労働者の獲得競争を行うというものだ。

その結果、企業の生産コストは上昇し、その企業の財やサービスの価格が押し上げられる。また、賃金が引き上げられることで労働者の購買力が増し、経済の総需要が拡大する。そして最終的にはインフレ圧力が生まれることになる。

1950年代後半、経済学者のウィリアム・フィリップスはこの逆相関関係を「フィリップス曲線」という名で図式化した。これこそが、世界の中央銀行が基調的インフレ率が決まる仕組みを考えるうえで利用している重要なフレームワークである。

ただし、最近の経験により、このフィリップス曲線に疑問が浮上している。先進諸国で失業率が数年ぶりの低水準にまで改善しているにもかかわらず、賃金の伸びは抑制され、基調的インフレも一貫して中銀の目標水準を下回っている（図表1）。このため、フィリップス曲線はもはや有効ではないのではないかと多くの声も聞かれる。

図表1: 主要先進国のコアCPIインフレ率と中銀の目標インフレ率

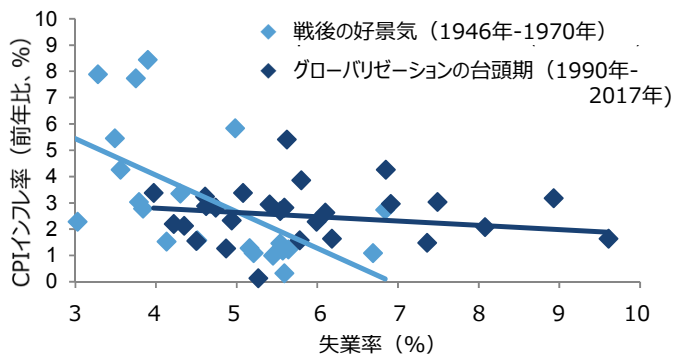


出所: ブルームバーグ、2018年2月現在

フィリップス曲線の平坦化

実際、1990年以降の米国のフィリップス曲線は、戦後から1970年までの時期よりも相対的に「フラット」なものとなっている（図表2）。つまり、失業率とインフレ率との関係性は弱まっているということになる。

図表2: 時代別の米国のフィリップス曲線



出所: ブルームバーグ、HSBCグローバル・アセット・マネジメント (U K) リミテッド、2018年2月現在

「期待」の役割

インフレ期待の役割を考えると、フィリップス曲線のシフトをある程度説明できるかもしれない。1968年、経済学者のミルトン・フリードマンは、フィリップス曲線が有効になるのは短期の場合に限られると主張した。その理由は、失業率が低下した結果として、労働者はインフレ率の上昇を予想するからだ。このシナリオでは、実際の（または「名目」）賃金が最終的には「実質」賃金を維持するように再交渉される。このシナリオでは最終的に、「実質」賃金（つまりインフレ率が調整された賃金）が一定水準で維持されるよう、実際の（「名目」）賃金が再交渉される。これにより、企業の利益率が圧迫されることから、雇用される労働者数は減少し、結局は当初に低下した失業率が上昇してしまうのである。

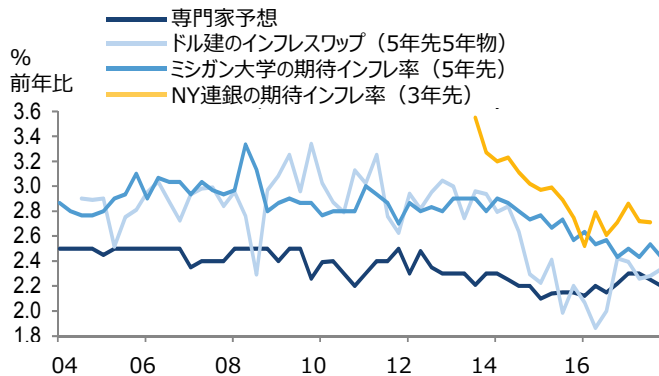
この「期待修正」フィリップス曲線は、1970年代に信頼を獲得した。当時は、「賃金と物価の連鎖的上昇」が見られたのだ。そこでは、インフレ圧力が労働者の賃上げを後押しし、これが物価を押し上げ、さらにこれによりさらに賃金が上昇し、という具合である。この結果、最終的に「スタグフレーション」という、インフレ率と失業率がいずれも上昇するという現象が起き、これが伝統的なフィリップス曲線に対して実証面から大きな課題を突き付けることとなった。

最近の「期待」はどうなっているのか

労働者は将来のインフレ率について、過去の実績に基づいて「期待」を形成する、と想定するのが合理的である。図表1が示すように、ここ数年のインフレ率は低く、中銀の目標を下回っている。このため、労働市場がひっ迫していても、労働者は低インフレ状態が続くと考える可能性がある。そのため、最終的には、労働者が現状程度の賃上げ率を受け入れることとなり、これが物価全般を一定水準に抑制する効果をもたらす。

このことを確認するかのよう、各種のインフレ期待指標は過去20年間にわたり極めて低く抑えられ、最近はさらに低下している（図表3）。

図表3: 最近のインフレ期待は低下



出所: NY連銀、ミシガン大学、ブルームバーグ、2018年2月現在

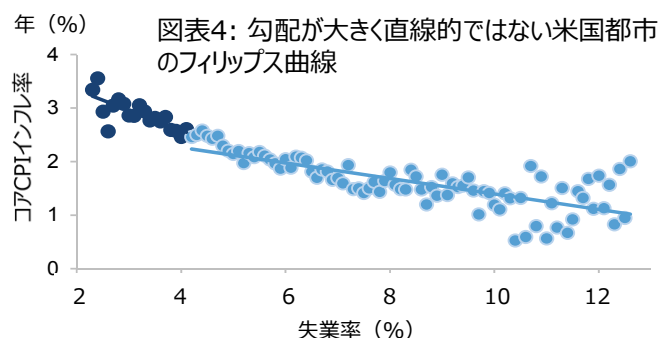
賃金需要の圧力がないため、インフレ・ショック（きっかけとしては原油価格や為替レートの変動が考えられる）は経済の他の部分へあまり広がっていない。こうした「波及」効果が減退している中では、長期的な物価安定構造は変わりそうもない。これもフィリップス曲線がフラットになっている背景かもしれない。

グローバルな市場

さらに、フィリップス曲線というフレームワークに対する厳しい批判の一つとして、フィリップス曲線が現代経済の全ての側面を捉えていない、というものがある。

1980年代後半以降、グローバル化が進展する一方、多くの閉鎖的で中央集権的な経済が凋落し、また、中国が世界の重要な輸出の担い手として台頭してきた。全体として、財とサービス、さらには労働のグローバル競争が拡大を続け、最終的にはこれが企業と労働者双方の価格支配力を圧迫してきたのだ。

この影響は統計データにも表れている可能性がある。実際には、この影響を排除してデータを見ることも可能だ。例えば、相対的に「閉鎖的」で、グローバルなサプライチェーンとの結びつきが弱い米国内のいくつかの都市を見てみると、フィリップス曲線は極めて大きな勾配を示しており、特に失業率が低い場合にそれは顕著となる（図表4）。

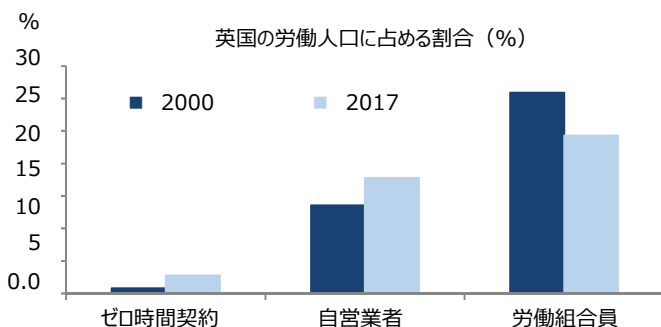


出所: ブルームバーグ、HSBCグローバル・アセット・マネジメント (U K) リミテッド、2018年2月現在

変貌する仕事の世界

グローバル化のプロセスには、労働者の交渉力低下を加速させる別の要因がある。2017年の講演¹において、イングランド銀行のチーフエコノミスト、アンドリュー・ハルデン氏は、21世紀に入り労働の性質が変わったことが英国での賃金の伸びがここまで鈍いことを説明する要因だとしている。この中には、柔軟な労働契約（例えば、ゼロ時間契約²）の利用が広がったこと、自営業者の増加、そして労働組合の組織率低下などがある（図表5）。その程度は異なるが、こうした傾向はほとんどの先進国で広く見られるものだ。

図表5: 英国の労働市場統計（2000年と2017年）



出所：英国国家統計局、英ビジネス・エネルギー・産業戦略省。労働組合データは2016年（入手可能な最新版）のもの、その他は2018年2月現在

マネーサプライはどうなっているのか

フィリップス曲線は、インフレの関係を示す唯一のモデルではない。それ以前から存在する理論の「貨幣数量説」は、流通している貨幣量と物価動向の関係を表したものだ。この理論を言い換えるならば、インフレ圧力が高まるのは「過剰な資金が過少な財を追いかける」時であるということになる。現実には、これは筋が通っている³。ただ、先進国の広範なマネーサプライに関するデータが示しているのは、現在のマネーサプライの伸びは非常に緩慢なものにとどまっているということだ。このため、近い将来にこの経路から強力なインフレ圧力が発生するとみるべきではない。

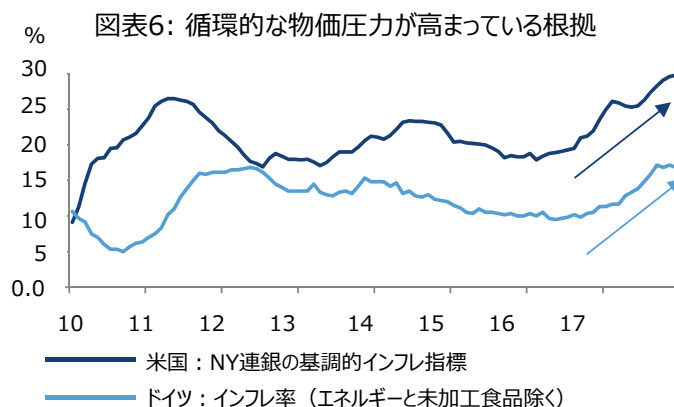
大方の予想では、主要先進国の中銀が実施した大規模な量的緩和策によってインフレ圧力も発生するはずであった。しかし、これまでのところ、そうはなっていない。その理由は、量的緩和で金融部門に供給された資金は主として金融機関のバランスシート上で資産となっている（主として中銀の「準備金」として保有される）か、他の金融資産へと投資されるかであり、実体経済へ貸し出されていないからである。

¹「労働、賃金そして金融政策」アンドリュー・ハルデン氏の国立メディア博物館（英国ブラッドフォード）での講演（2017年6月21日）。
²労働者が提示された労働を受け入れることを義務付けられない一方、雇用者も最低労働時間を提供する義務を課されない種類の労働契約。
³良く知られているハイパーインフレとしては、ドイツ（1920年代初め）やジンバブエ（2000年代）があるが、より最近ではベネズエラの例がある。これらの場合ではいずれも債務を支えるため、中央政府が通貨供給を拡大している。

平たん化しても壊れてはいない

フィリップス曲線がフラットであることは、物価が安定するような構造的要因の存在を示唆している。この中には、インフレ期待の低さやグローバル化の影響、そして労働市場の構造変化などがある。

ただ、フィリップス曲線は依然として右肩下がりの傾向があることに留意すべきだろう。このため、現時点の世界の景気循環から見て、ある程度の「サイクリック」インフレを予想するべきである。事実、物価圧力の高まりを示す根拠はすでに示されている（図表6）。



出所：ブルームバーグ、2018年2月現在

投資へのインプリケーション

金融市場は引き続きサイクリックインフレのリスクを軽視している。弊社の推定によると、市場がインフレを織り込んでいる割合は昨年夏とほぼ同水準である（図表7）。

図表7: 市場が示唆するインフレ指標



出所：HSBCグローバル・アセットマネジメント（UK）リミテッド、2018年2月現在

このため、先進国国債の持続的な期待リターンは低くとどまると見る。主要先進国の中銀が金融政策の正常化を進めるとみられる中、このアセットクラスのポジションはアンダーウェイトを維持することが合理的と思われる。

HSBCグローバル・アセット・マネジメント(UK)リミテッド
グローバル投資戦略チーム フェイン・メディ

留意点

投資信託に係わるリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象としており、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し損失が生じる可能性があります。従いまして、投資元本が保証されているものではありません。投資信託は、預金または保険契約ではなく、預金保険機構または保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関でご購入の投資信託は投資者保護基金の保護の対象ではありません。購入の申込みにあたりましては「投資信託説明書（交付目論見書）」および「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」を販売会社からお受け取りの上、十分にその内容をご確認頂きご自身でご判断ください。

投資信託に係わる費用について

購入時に直接ご負担いただく費用	購入時手数料 上限3.78%（税込）
換金時に直接ご負担いただく費用	信託財産留保額 上限0.5%
投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用	運用管理費用（信託報酬） 上限年2.16%（税込）
その他費用	上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。「投資信託説明書（交付目論見書）」、「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」等でご確認ください。

※上記に記載のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

※費用の料率につきましては、H S B C投信株式会社が運用するすべての投資信託のうち、ご負担いただくそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※投資信託に係るリスクや費用はそれぞれの投資信託により異なりますので、ご投資される際には、かならず「投資信託説明書（交付目論見書）」をご覧ください。

H S B C投信株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第308号

加入協会 一般社団法人投資信託協会/一般社団法人日本投資顧問業協会



ホームページ

www.assetmanagement.hsbc.com/jp



電話番号 03-3548-5690

（受付時間は営業日の午前9時～午後5時）

【当資料に関する留意点】

- 当資料は、H S B C投信株式会社（以下、当社）が投資者の皆さまへの情報提供を目的として作成したものであり、特定の金融商品の売買を推奨・勧誘するものではありません。
- 当資料は信頼に足ると判断した情報に基づき作成していますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、データ等は過去の実績あるいは予想を示したものであり、将来の成果を示唆するものではありません。
- 当資料の記載内容等は作成時点のものであり、今後変更されることがあります。
- 当社は、当資料に含まれている情報について更新する義務を一切負いません。